



【明远之道】

依靠讨好客户维持生存的生意，往往不是什么好生意。

以色列人者 色衰而爱驰

陈嘉禾

在《史记·吕不韦列传》中，有一句话残酷、但非常有哲理：“以色列人者，色衰而爱驰。”这句话是吕不韦对泰国华阳夫人说的，意思是“用美色讨好别人的人，一旦容颜衰老，得到的爱就会消退。所以，夫人虽然靠美色吸引君王，但也要为自己老去做准备啊。”

吕不韦以这句话，打动了当时作为秦王太子夫人的华阳夫人。华阳夫人收吕不韦所扶持的子楚为长子，用政治资源、这种有预期更长的力量，代替自己用美色所换来的力量。子楚后来继位成为秦庄襄王，三年而薨，太子继位，是为秦始皇。

华阳夫人听进了吕不韦“以色列人者，色衰而爱驰”的道理，明白在泰国的宫廷中，光依靠美色讨好君主是不长久的。其实，在企业、在生活中，这个道理也同样适用：单纯依靠讨好客户来生

存的生意，往往不是什么好生意。

举例来说，改革开放以后，我国许多企业开始介入海外市场。但是，由于我国的产品往往技术含量低、附加值不高，加上中国同类企业为数众多，结果往往被迫去打价格战、一味用低价讨好客户。在这种情况下，海外的采购商利用中国企业之间的竞争，就能够拿到很低的价格。甚至在每次我国政策增加出口企业补助以后，其中一大部分补助，最后都会被海外客户通过继续压低价格的方式拿走。

在网约车、共享单车等行业的发展中，也有不少企业，用对乘客和司机的巨量补贴来争夺市场份额。尽管这种方法在短期带来了大量的客户，但是，这些被低价吸引来的客户，其实并不可靠。一旦竞争对手开出类似的补贴，或者原有企业的补贴消失，许多客户就开始流失。而走得快，市场份额扩大得快，但是根基并不稳固的一些

企业，却在得到了巨大市场份额之后，遇到了不少各种各样的危机。

再比如，在资产管理行业的大发展中，曾经出现过一些主动型资产管理人，用更低的管理费率、甚至计提零固定管理费，来吸引客户。但是，这种讨好客户的做法，并没有为客户带来核心的价值，我们也很少看到真正优秀的主动型资产管理人，是依靠收取更低比例的费用发展起来的。反之，如美国的詹姆斯·西蒙斯（James Simons）等优秀的投资者，往往收取一个更高的管理费用，而他们的客户仍然趋之若鹜。

同时，许多资产管理人也都遇到过一个问题，客户的需求是不切实际的，他们希望资产管理人最好每年都能赚钱、甚至赚大钱，然后还没有什么波动。这时候，试图去控制自己的组合波动迎合客户，是几乎不可能完成的任务。但是，仍然有许多资产管理人，

企图控制自己组合的波动，让客户上涨时赚钱、下跌时不亏，同时还要获取更高的回报，但他们几乎全都失败了。美国的长期资产管理公司就是一个非常典型的例子。

对于那些成功的资产管理人来说，他们所做事情，并不是努力控制组合的波动，而是教育客户，让他们意识到，既然想得到更高的长期回报，短期的波动就在所难免。如果不能适应短期的高波动，那么客户根本就不应该追求长期高回报。在沃伦·巴菲特的许多股东信中，尤其是早期的股东信，他都反复提到这个观点。

反过来，一个企业如果能给客户带来真正优秀的产品，能把握住市场竞争中不可替代的竞争优势，就能在不讨好客户的情况下，仍然利润丰厚。

美国苹果公司的创始人史蒂夫·乔布斯曾经说过一个理念，不要去调研客户的想法，客户根本没有能力想

象，也不会知道他们想要什么样的产品。他们只是在现有的产品选择一个相对较好，然后凑合着用。所以，乔布斯认为，产品的设计和开发，根本不需要依赖市场调研去迎合客户的需求，只要设计出、生产出最好的产品，然后扔给客户就可以了。结果，苹果公司生产出了一代又一代、甚至比科幻电影里的产品更漂亮、更好用的优秀产品，不断得到客户的认可。

“以色列人者，色衰而爱驰。”对于企业来说，如果一味只知道迎合、讨好客户，最终会找不到自己的核心竞争力，陷入种种被动。那些走在客户眼光之前的企业，才能巩固、发展自己的核心竞争力，最终在与客户的关系中，进入一种更优秀的状态。这正如两千多年前商鞅所说的：“民不可与虑始，而可与乐成。”

（作者系信达证券首席策略分析师、研发中心执行总监）

回避“问题股”不需要任何理由

桂浩明

所谓的“问题股”，是指发行那些股票的公司，或者是经营发生严重问题，缺乏持续运行能力；或者是控股股东所持股权不稳定，存在丧失控股地位的风险；或者是股价严重背离价值，流动性明显不足；或者是因为存在违规等行为而受到监管部门立案调查，有可能被终止上市。在当今的沪深股市中，这些“问题股”虽然是少数，但它们对市场的负面影响相当大。并且由于个人投资者持有比例相对较高，因此成为市场运行中的一大不稳定因素，是需要投资者高度提防、坚决回避的。

不可否认，过去市场上曾经长期存在过“炒垃圾股”的现象，越是有问

题的股票，越是受到青睐与追捧。究其原因，不外乎是这么几条：垃圾股虽然业绩差，但它的壳还是有价值的。只要被借壳，那么股价就会大涨；股权不稳定，就存在被收购的可能性，而收购方也会借此机会来进行资产重组，一旦成功股价也会上涨；至于那些被庄家高度控盘的公司，只要它能够维系住，那么就存在做差价的机会，而且庄家通常都会考虑拉高出货的；截至目前，真正被退市的公司还是极个别的，大多数被查出，声称有退市风险的公司最后还是能死里逃生，这样股价就会有很大的恢复空间。以现在的眼光来看，这些炒作问题股的理由是极为荒诞的，但是在以往它们又确实被证明还是有道理的，因此总还会有那么一

些投资者，至今还是热衷于去买问题股。显然，这种状况应该得到改变。

为什么现在要强调提防、回避问题股呢？首先，当前的市场环境已经与过去有了很大的不同。随着首次公开募股（IPO）的常态化，加上上市公司如果被借壳，要作为重大资产重组来审核，标准视同IPO。这样一来，不但壳资源的价值大幅下降，而且被成功借壳的概率也变得很低，这就预示着，当年问题股的重要出路现在不太能够走通了；其次，以往问题股翻身，除了被借壳以外，有的还是依靠外部力量，以财务重组、债务重组等方式，实现保壳。根据新的规定，连续亏损的上市公司，只有通过主营收入扭亏，才能够实现保壳，各种以技术手段来实

现扭亏的方式，都不再被认可。这样一来，那些缺乏可持续经营能力，以及主营业务已经萎缩，且一时再没有新的利润增长点出现，从而沦为空壳公司的企业，此时就是回天无力了。虽然现在这些问题公司的大面积退市现象还没有出现，但是从对相关问题的追踪研究来看，恐怕多数是凶多吉少，接下来会面临极大的强制摘牌风险；最后，本着“有法可依、执法必严、违法必究”的原则，对于那些存在违法行为的公司，监管部门进行立案调查，如果发现属于欺诈上市以及其它严重违法违规行为，并且对投资者利益构成明显损害的状况，即便企业的经营还是可以维持，但同样会遭到强制退市的处罚。这种状况，随着新退市规则的全

面实施，在数量上肯定是会增加的。尽管退市也不意味这流动性的完全丧失，公司还可以转到新三板去交易，但这样的风险，也不是一般投资者能够轻易承受的。因此，对于这些形形色色的问题股，人们予以提防，并且坚决予以回避，是十分必要的，这也是投资者自我保护的一种必要手段。

最近，明晟指数接纳了中国A股，在入选其全球新兴市场指数的234个中国股票中，基本上都是绩优股。它的选股思路中，也明确拒绝业绩差的品种。这也从一个角度提示人们，拒绝问题股，是与国际接轨，真正坚持价值投资的一个重要原则。在当今的市场上，每个投资者对此都应该有清醒的认识。

（作者系申万宏源证券首席分析师）



【明眼看市】

对于形形色色的问题股，坚决回避，这也是投资者自我保护的一种必要手段。

城市如何留住人才

宋清辉

“发展是第一要务，人才是第一资源，创新是第一动力”，习近平总书记在今年参加广东代表团审议时所强调的三个“第一”的重要论断，进一步深化了对新时代中国经济社会发展规律的认识。自古以来，人才一直是生产力中的关键要素，高水平人才对社会甚至时代的发展，起到至关重要的作用。

或许是意识到这一点，无论是一线城市，还是二三线城市，甚至是一些小城市，对人才的重视都超越以往，希望通过一系列优惠政策吸引人才。更重要的是，作为城市的发展、创新的重要资源，人才有助于城市后期的经济发展，对城市GDP发展都有积极的推

动作作用。

各城市的疯狂抢人，也说明一个无奈的事实。即便我国通过高校扩招，培养出一大批大学生、研究生以及博士生，但实际上成为真才实干的人才少之又少，这成为我国科教事业的无奈。若社会有足量的人才，他们在各线城市的分布将如正态分布，即便是小城市也会有人才进入。然而正是因为人才不足，在政府不干预的情况下，人才难以分布在小城市中。这说明，城市对人才的追求，主要原因还是我国人才数量的不足。从我国当前发展情况来看，未来的人才争夺还将进一步升级，过火的人才争夺对社会而言并未完全好事，人才争夺必然导致严重的“人才泡沫”。高水平人才质量和数量的提升虽是当务之急。

短时间内扭转人才数量的不足并不现实，既然要让各城市获得更好的发展，在供需并不匹配的情况下，人才自然是“价高者得”。各个城市应该意识到，人才的匹配需要与城市的发展相匹配，或者与城市下一步的规划相匹配。例如对一线城市而言，他们需要的是高层次人才。各行各业的人才都需要，而且能力水平越高越好，多多益善。与大多数城市不同，一线城市的发展是综合实力的较量，需要在各方面有所突破，因此需要更多、更专业的人才推动方面的发展。海外名校毕业的高水平人才也好，国内培养的顶尖人才也好，获得世界顶级荣誉的专家们也好，一线城市对这些人才的需求多多益善，而且当地政府有资金、有底气请得起这些人，也“镇”得住这些人。

对普通城市而言，如果他们加入争夺高水平、高层次人才的大军，反而不利于城市未来的发展。古人云“杀鸡焉用宰牛刀”，影响力、竞争力强的人才若是驻足小城市，各种资源的不匹配将来束缚其手脚，令其难以大展拳脚，更别提对城市发展的作用。因此一线城市要一线人才，二线城市要二线人才，小城市要一般人才。如果引入的人才并不匹配城市现状或未来发展要求，例如在需要生物科技人才的情况下引入一大堆计算机人才，也许有助于城市未来的发展，但在当前会造成资源浪费，对双方的短期发展都会造成不利影响。

所以，城市对人才的争夺也需要理性，并不是什么样的人才都要积极竞争，也不能不惜一切代价去吸引人

才，而是要提供相应匹配条件去吸引人才。为抢到人才并不是关键，留住人才才是解决问题的关键所在。

人才是市场资源，有很大的流动性，既然一个人才能够从其他城市挖过来，也有可能被另外一个城市挖过去，过客般的作用对城市未来的发展没有实质性意义。所以城市需要想方设法留住人才，或令人才长时间在城市中发挥力量、为城市培养自己本土化的人才，才能将人才的力量发挥到极致。留住人才无外乎两点：物质生活和精神生活。符合市场所需的薪酬是对人才的一种承诺，也是城市对人才的诚意表现。另外，要尊重人才，让人才享受在这座城市中的生活，让他们发自内心地愿意在城市中安家立业。

（作者系知名经济学家）

缺乏诚信的管理层是上市公司估值隐患

杨苏

近期，香港资本市场又出现做空案例，其中一条做空理由是高管博士学位涉嫌造假，做空者质疑其不诚信。并且，做空者进一步对公司财务盈余质量进行质疑，认为不诚信的管理层导致公司估值应该再给予一个折扣。近年一些高管团队出现过问题的上市公司受到市场热捧，但笔者一直避而远之，因为不诚信的管理层永远是公司的估值隐患。

最近一段时间，正值上市公司2017年年度股东大会的召开高峰期，但是股东大会现场仍然难觅中小投资者的身影。年度股东大会是投资者当面接触公司董事长、总经理、财务总

监、董秘等高管的重要途径，对中小投资者可能是唯一途径。这从另一个侧面反映出来，很少有投资者重视与公司高管面对面交流和观察的机会。可如果这样的机会也不重视，那么投资者仅仅通过公告信息和媒体报道，如何判断公司高管的道德品格情况？

数年前，一家刚上市的公司股东大会上遭到机构投资者质问，关于一家客户公司与上市公司是否有关联关系。该公司高管面对质疑时，信誓旦旦表示不存在关联关系。然而两年后，监管部门的处罚已经认定关联关系的存在，这意味着公司数亿元销售收入来自于公司的关联方，说是虚增收入也不为过。可叹的是，高管还是那些高管，经过几年的横盘走势后，这家公

司成为市场热点，公司股价近期一直在飙升。

在笔者看来，公司高管的法律意识和个人品格，比公司业绩经营重要得多。一方面，证券市场的处罚力度不够长期被诟病，客观上纵容了资本市场的违法人员，因为他们不需要承担沉重的违法成本；另一方面，无论是财务会计还是信息披露选择等方面，上市公司高管都有着极大的自主裁量空间，我们看到的都是他们遴选之后想让我们看到的而已。

上述公司高管能在机构诘问之时，保持泰山崩于前而色不变的心态，侃侃而谈否认关联的关联方，直至监管部门调查认定。我们如何相信同一批高管披露的各种财务和公司运营信

息，即便我们从上下游产业链证实公司的产品销售确实有突破增长，但这仍然不能消除我们对公司管理者再次违规行为，损害中小股东利益的担忧。

笔者注意到，有媒体报道某公司董事长遭到公安部门通缉，原因是银行报案其涉嫌骗贷。当然，这是比较极端的违法案例了，我们去股东大会与董事长面对面交流，也不能窥探出当事人犯法的可能性。但是，采用各种财务技巧粉饰盈余质量，为了做大股价和市值不惜一切合法和违法的手段，都是资本市场屡见不鲜的日常操作了。

真正的企业家一定是有理想有追求的。我们常为了自己账户几万数十万的资产波动而忧心忡忡，而高管们以及实际控制人的股份价格波动可能

达到数千万元、甚至十亿元的收益或者损失。在这种处境下，任何人都不会采取一切手段促使自身财产增值，如果没有实业追求和个人品格约束，当事人很容易陷入违法违规的泥沼，而且一旦尝到甜头就很难罢手。

因为不相信管理层，上述做空机构将做空标的公司估值打了八五折。做空者有自己的利益诉求，笔者看来，在极端的情况下，公司估值可能因为管理者的造假而一文不值。当我们发现一些违法违规证据才迫使管理者承认时，我们很自然会担忧所看到的只是“冰山一角”。忽视人的因素，只是追逐纸面利润和股价涨跌的收益，投资者赚到的可能只是“糊涂钱”。

（作者供职于证券时报）



【股市笙歌】

公司高管的法律意识和个人品格，比公司的业绩经营重要得多。